
FAKTOR PENENTU STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI BURSA EFEK INDONESIA PERIODE 2015-2019

Maya Junieta
Program Studi Magister Manajemen, Universitas Tarumanagara
junietamaya24@gmail.com

Ignatius Roni Setyawan
Program Studi Doktor Ilmu Manajemen, Universitas Tarumanagara
ign.s@fe.untar.ac.id

Masuk : 30-11-2021 , revisi : 21-12-2021 , diterima untuk diterbitkan : 22-12-2021

Abstract: Background: Capital structure is one of the fundamental factors for the company's operations, where many factors affect the capital structure so management decisions to determine the source of funds used are very important because the impact will directly affect the company's performance and operations. **Research Question:** How much influence do financial ratios (profitability, liquidity, activity), growth opportunity, business risk, and taxes have on funding decision-makers (capital structure) in Indonesia? **Motivation:** There are still many companies that make the wrong decisions in funding or capital structure. **Idea:** This research tries to analyze whether micro-company factors and external factors such as taxes can affect a company's capital structure, especially in the Indonesian capital market. **Data:** 62 manufacturing companies were listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) from 2015-2019. **Method/Tools:** This study used panel data regression to examine the alternative hypothesis. **Findings:** The results show that profitability and liquidity have a negative and significant impact on capital structure. However, growth opportunities have a positive and significant impact on capital structure. The result also shows that non-debt tax shield, activity, and business risk haven't been significant. In general, the results of this research support the proposition advocated by the pecking order theories. **Contributions:** The results of this study provide an important contribution to making funding decisions for management, especially for manufacturing companies listed on the IDX.

Keywords: Capital Structure, Financial Ratios, Growth Opportunity, Non-debt Tax Shield, Business Risk

Abstrak: Latar Belakang: Struktur modal merupakan salah satu faktor yang fundamental untuk operasi perusahaan, di mana banyak faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal sehingga keputusan manajemen untuk menentukan sumber dana yang digunakan menjadi sangat penting karena dampaknya akan langsung berpengaruh terhadap kinerja dan operasional perusahaan. **Pertanyaan Penelitian:** Seberapa besar pengaruh rasio keuangan (profitabilitas, likuiditas, aktivitas), peluang pertumbuhan, risiko usaha, dan pajak terhadap pengambil keputusan pendanaan (struktur modal) di Indonesia? **Motivasi:** Masih banyak perusahaan yang mengambil keputusan yang salah dalam pendanaan atau struktur modal. **Ide:** Penelitian ini mencoba menganalisis apakah faktor mikro perusahaan dan faktor eksternal seperti pajak dapat mempengaruhi struktur modal suatu perusahaan, khususnya untuk pasar modal Indonesia. **Data:** 62 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada 2015-2019. **Metode/Alat Uji:** Penelitian ini menggunakan regresi data panel untuk menguji hipotesis alternatif. **Temuan:** Hasil penelitian menunjukkan bahwa profitabilitas dan likuiditas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal. Namun *growth opportunity* berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal. Hasil penelitian juga menunjukkan bahwa *non-debt tax shield*, aktivitas, dan risiko bisnis tidak signifikan. Secara umum, hasil penelitian ini mendukung apa yang dijelaskan oleh teori *pecking order*. **Kontribusi:** Hasil

penelitian ini memberikan kontribusi penting dalam pengambilan keputusan pendanaan bagi manajemen khususnya perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.

Kata Kunci: Struktur Modal, Rasio Keuangan, *Growth Opportunity*, *Non-debt Tax Shield*, Risiko Bisnis

PENDAHULUAN

Struktur modal memiliki keterkaitan dengan struktur keuangan, di mana struktur keuangan adalah cara bagaimana perusahaan membiayai aktivanya. Struktur keuangan dapat dilihat pada sisi kanan neraca yang terdiri dari hutang jangka pendek, hutang jangka panjang, dan modal pemegang saham. Menurut Marlina dan Wulansari (2021, p. 24), menjelaskan bahwa faktor-faktor yang umumnya dipertimbangkan oleh manajemen perusahaan ketika pengambilan keputusan mengenai struktur modal adalah fleksibilitas keuangan, kondisi internal perusahaan, kondisi pasar, *leverage* operasi, sikap pemberi pinjaman, dan lembaga penilai peringkat, sikap manajemen, pengendalian, pajak, profitabilitas, tingkat pertumbuhan, struktur aktiva, dan stabilitas penjualan. Struktur modal merupakan salah satu masalah utama yang berkaitan dengan kondisi keuangan perusahaan, di mana utang dan ekuitas jangka panjang merupakan kebijakan penting untuk aktivitas perusahaan (Saif-Alyousfi et al., 2020, p. 284). Keputusan pendanaan atau struktur modal merupakan suatu tindakan yang harus diputuskan oleh manajemen untuk menggunakan sumber dana eksternal atau internal, dikarenakan struktur modal merupakan salah satu faktor fundamental operasi perusahaan (Syabana & Gustiyana, 2021, p. 29). Yang pada akhirnya keputusan yang diambil untuk struktur modal perusahaan akan berdampak langsung terhadap posisi finansial perusahaan dan akan mempengaruhi kinerja perusahaan itu sendiri. Struktur modal yang optimal adalah dengan cara meminimumkan *average cost of capital* sehingga dapat memaksimalkan pendapatan bersih yang efeknya akan meningkatkan kinerja perusahaan.

Tujuan Penelitian

Untuk memperoleh bukti yang empiris, menganalisis, dan menjelaskan mengenai pengaruh profitabilitas, *growth opportunity*, *non-debt tax shield*, likuiditas, risiko bisnis, dan aktivitas terhadap struktur modal pada perusahaan yang bergerak di sektor manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2015-2019.

TINJAUAN PUSTAKA

Teori Pecking Order. Teori *pecking order* adalah suatu situasi di mana suatu perusahaan diharuskan memilih sumber pendanaan untuk operasional perusahaan, apakah sumber tersebut berasal dari sumber internal (dari laba operasional perusahaan) atau sumber eksternal (meminjam dana dari lembaga keuangan). Menurut Myers dan Majluf (1984) dalam Saif-Alyousfi et al. (2020), suatu model untuk struktur pendanaan di dalam manajemen keuangan yang mana struktur suatu perusahaan disusun berdasarkan suatu hirarki yang dimulai dari sumber dana yang paling cepat dicairkan, dana internal hingga menjual saham sebagai opsi sumber pendanaan terakhir.

Struktur Modal. Struktur modal adalah untuk menentukan proporsi kebutuhan operasional perusahaan, di mana dana yang diperoleh menggunakan kombinasi dana jangka panjang yang meliputi sumber internal dan eksternal atau gabungan dari beberapa sumber (Andika & Fitriana, 2016, p. 3). Maka dari itu, struktur modal suatu perusahaan harus dapat dipertimbangkan secara tepat agar dapat mendukung efektivitas operasional perusahaan agar berjalan lancar dan juga memungkinkan perusahaan tidak hanya mempertahankan kelangsungan hidup perusahaan tetapi memungkinkan juga untuk melakukan ekspansi (Ismaida & Saputra, 2016, pp. 222–223). Struktur modal dapat diukur dengan rumus *Debt Equity Ratio* (DER).

Profitabilitas. Rasio profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba terhadap penjualan dan aset yang dimiliki perusahaan. Menurut Prasetyo dan Januarti (2015, p. 3), profitabilitas memiliki hubungan yang negatif dikarenakan suatu

perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas yang tinggi akan lebih memiliki hutang yang lebih sedikit atau kecil, dan lebih memilih untuk menggunakan sumber dana internal ketimbang sumber dana eksternal. Profitabilitas dapat diukur dengan rumus *Return on Assets* (ROA).

Growth Opportunity. *Growth opportunity* merupakan peningkatan aset yang diikuti dengan peningkatan hasil kinerja perusahaan akan menambah kepercayaan pihak luar terhadap perusahaan, sehingga akan lebih mudah untuk mendapat kepercayaan dari kreditur atau lembaga keuangan terhadap perusahaan. *Growth opportunity* memiliki hubungan yang positif, di mana menurut Brigham dan Houston (2007) dalam Anita dan Sembiring (2016, p. 418), perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan aset yang cepat juga menambahkan kepercayaan kepada kreditor terhadap perusahaan sehingga proporsi utang yang dimiliki perusahaan akan lebih besar daripada modal dari internal. Untuk tolak ukur seberapa besar tingkat pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang bisa menggunakan rumus pertumbuhan total aset yang dimiliki perusahaan.

Non-debt Tax Shield. Menurut Saif-Alyousfi et al. (2020, p. 293), perusahaan dengan nilai *non-debt tax shield* yang tinggi diharuskan membatasi akses perusahaan untuk melakukan pendanaan dari eksternal, dengan alasan bahwa pengurang pajak dari depresiasi, amortisasi, periklanan, kredit pajak investasi, dan kredit *carry forward* rugi pajak operasi tidak hanya mengurangi pendapatan akhir periode sebelum bunga dan pajak tetapi juga keuntungan pajak dari penerbitan utang. Menurut Saif-Alyousfi et al. (2020, p. 292), *non-debt tax shield* memiliki hubungan negatif dengan struktur modal dikarenakan apabila *non-debt tax shield* suatu perusahaan tinggi, maka akan cenderung mengharapkan arus kas untuk memanfaatkan utang karena bunga pinjaman sebagai pengurang pajak. Untuk bisa menghitung nilai *non-debt tax shield* (NDTS) dengan menghitung nilai depresiasi dibagi dengan total aset yang dimiliki perusahaan.

Likuiditas. Likuiditas merupakan kemampuan perusahaan untuk membiayai kewajiban finansial jangka pendek sesuai dengan jatuh temponya dengan aset lancar yang dimiliki perusahaan yang mudah dan cepat untuk diubah menjadi kas. Menurut Khémiri dan Noubbigh (2018) dalam Saif-Alyousfi et al. (2020, pp. 292–293), likuiditas memiliki hubungan negatif jika dikaitkan dengan teori *pecking order* menggambarkan suatu perusahaan dengan nilai likuiditas yang tinggi akan lebih memilih menggunakan dana internal perusahaannya untuk membiayai operasional atau investasi perusahaan yang artinya perusahaan dengan nilai likuiditas yang rendah akan lebih memilih menggunakan sumber dana eksternal atau meminjam dana. Untuk menghitung tingkat likuiditas perusahaan bisa menggunakan rumus *current ratio* (LIQ).

Risiko Bisnis. Risiko bisnis adalah salah satu risiko yang dihadapi oleh suatu perusahaan ketika perusahaan merasa tidak memiliki kemampuan untuk terus mendanai kegiatan operasional usahanya (Gitman & Zutter, 2012, p. 527; Rahmadiani & Yuliandi, 2020, p. 31). Menurut penelitian Primantara dan Dewi (2016, pp. 2707–2708), menunjukkan bahwa risiko bisnis memiliki pengaruh negatif, hal ini dikarenakan perusahaan yang memiliki rasio risiko bisnis yang tinggi tidak akan terlalu banyak menggunakan pendanaan utang dikarenakan dapat membuat rasio risiko bisnis semakin tinggi dan meningkatkan kemungkinan perusahaan akan mengalami kebangkrutan. Untuk bisa mengukur risiko bisnis suatu perusahaan bisa menggunakan proksi *degree of operating leverage* atau DOL (BRISK).

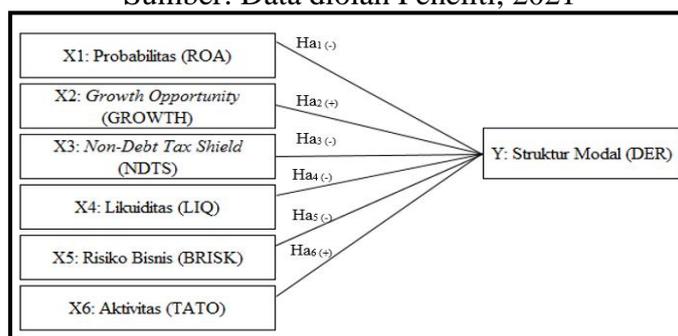
Aktivitas. Aktivitas perusahaan akan menggambarkan seberapa efektif kemampuan manajemen untuk dapat mengelola aset yang dimiliki atau diinvestasikan oleh perusahaan untuk menghasilkan laba dalam kegiatan operasional perusahaan. Berdasarkan dengan teori *pecking order*, aktivitas memiliki hubungan positif di mana jika nilai penjualan semakin meningkat dan perusahaan memiliki perputaran aset tetap yang tinggi sehingga perusahaan akan membutuhkan pembiayaan yang besar juga sehingga memutuskan untuk menggunakan sumber dana eksternal. Untuk mengukur perputaran aset perusahaan bisa menggunakan rumus *turn asset turn over* (TATO). Berdasarkan penjelasan tersebut, hipotesis untuk penelitian ini adalah sebagai berikut:

- Ha1 : Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal.
- Ha2 : *Growth opportunity* berpengaruh positif terhadap struktur modal.
- Ha3 : *Non-debt tax shield* berpengaruh negatif terhadap struktur modal.
- Ha4 : Likuiditas berpengaruh negatif terhadap struktur modal.
- Ha5 : Risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap struktur modal.
- Ha6 : Aktivitas berpengaruh positif terhadap struktur modal.

METODE PENELITIAN

Populasi untuk penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI 2015-2019, sebanyak 182 perusahaan. Nama perusahaan dan laporan keuangan diperoleh dari www.idx.co.id dan www.emiten.kontan.co.id. Teknik pengambilan sampel menggunakan *purposive sampling method* dengan kriteria sebagai berikut: (1) Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI, secara berturut-turut selama tahun 2015 sampai dengan 2019; (2) Perusahaan manufaktur yang tahun fiskalnya berakhir 31 Desember selama tahun 2015 sampai dengan 2019; (3) Perusahaan manufaktur yang menggunakan mata uang IDR dalam laporan keuangannya selama selama tahun 2015 sampai 2019; (4) Perusahaan manufaktur melaporkan laba dalam laporan keuangannya selama tahun 2015-2019. Berdasarkan kriteria tersebut, sampel yang didapat untuk penelitian ini sebanyak 62 perusahaan atau 310 data. Model penelitian yang menjelaskan hubungan antar variabel untuk penelitian ini adalah sebagai berikut:

Gambar 1
Model Penelitian
Sumber: Data diolah Peneliti, 2021



Persamaan regresi untuk penelitian ini adalah:

$$DER_{it} = C + \beta_1ROA_{it} + \beta_2GROWTH_{it} + \beta_3NDTS_{it} + \beta_4LIQ_{it} + \beta_5BRISK_{it} + \beta_6TATO_{it} + e_{it}$$

HASIL DAN KESIMPULAN

Statistik Deskriptif

Hasil statistik deskriptif untuk penelitian ini disajikan dalam tabel sebagai berikut:

Tabel 1
Hasil Analisis Deskriptif

<i>Variable</i>	<i>Minimum</i>	<i>Maximum</i>	<i>Mean</i>	<i>Std. Deviation</i>	<i>Observations</i>
DER	0,076125	4,546886	0,793082	0,695591	310
ROA	0,000282	0,526704	0,086212	0,083444	310
GROWTH	-0,286635	1,030520	0,112595	0,170677	310
NDTS	0,005150	0,092740	0,029071	0,014062	310
LIQ	0,584216	21,70452	2,801276	2,283675	310
BRISK	-355,8847	202,6561	1,967328	26,91955	310
TATO	0,135410	3,104760	1,066048	0,482569	310

Sumber: Hasil *Output Eviews*, 2021

Pemilihan Model Estimasi Regresi Data Panel

Uji *Chow*, Uji *Hausman*, dan Uji *Lagrange Multiplier* (LM) dilakukan untuk dapat mengetahui model regresi mana yang cocok untuk digunakan oleh penelitian ini. Model regresi yang cocok untuk penelitian ini adalah *random effect model* (REM).

Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik yang dilakukan untuk penelitian ini adalah uji multikolinearitas, uji heteroskedastisitas, dan uji autokorelasi sebagai bukti bahwa data yang digunakan memang layak untuk penelitian ini. Hasil asumsi klasik untuk penelitian ini adalah lolos uji multikolinearitas, lolos uji heteroskedastisitas, dan lolos uji autokorelasi.

Uji Hipotesis

Tabel 2
Hasil Uji Regresi – Random Effect Model (REM)

Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob.*	Keterangan
C	0,931746	6,951155	0,0000	
ROA	-1,752306	-4,023747	0,0001	Signifikan
GROWTH	0,475894	5,039163	0,0000	Signifikan
NDTS	0,456441	0,181653	0,8560	Tidak Signifikan
LIQ	-0,065429	-5,269166	0,0000	Signifikan
BRISK	-0,000311	-0,578021	0,5637	Tidak Signifikan
TATO	0,121429	1,598035	0,1111	Tidak Signifikan
R-squared	0,200526	F-statistic		12,66652
Adjusted R-squared	0,184695	Prob(F-statistic)		0,000000

Keterangan: *Sign. $\alpha = 5\%$ atau 0,05

Sumber: Hasil *Output Eviews*, 2021

Uji Statistik F

Berdasarkan Tabel 2, hasil uji regresi menunjukkan bahwa nilai probabilitas sebesar 0,000000 di mana nilai probabilitas > nilai signifikansinya yaitu sebesar 0,05, sehingga dapat disimpulkan bahwa ROA, GROWTH, NDTS, LIQ, BRISK, dan TATO memiliki pengaruh secara simultan terhadap struktur modal dan model regresi untuk penelitian ini dapat dikatakan sebagai model regresi yang layak.

Uji t parsial

Berdasarkan Tabel 2, menunjukkan hasil bawah variabel independen ROA, GROWTH, dan LIQ memiliki pengaruh yang signifikan terhadap DER, namun untuk variabel independen NDTS, BRISK, dan TATO tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap DER.

Uji Koefisien Determinasi (*Adjusted R Square*)

Berdasarkan Tabel 2, hasil uji koefisien determinasi atau *adjusted R square* menunjukkan nilai *adjusted R square* sebesar 0,184695 atau 18,4695%, hal ini mengartikan bahwa variasi atas perubahan variabel dependen DER disebabkan oleh 6 variabel independen yaitu, ROA, GROWTH, NDTS, LIQ, BRISK, dan TATO namun untuk nilai *adjusted R square* lainnya sebesar 81,5305% disebabkan atas variabel independen lain yang tidak dimasukkan ke dalam penelitian ini.

Kesimpulan

(1) Tingkat profitabilitas perusahaan yang tinggi akan membuat perusahaan cenderung menggunakan sumber dana internalnya ketimbang sumber dana eksternal dikarenakan sumber internal yang masih cukup untuk memenuhi operasional atau investasi perusahaan; (2) Nilai *growth opportunity* yang tinggi akan menambahkan kepercayaan kepada kreditor atau lembaga keuangan untuk memberikan pinjaman dana kepada perusahaan sehingga mendorong perusahaan untuk menggunakan dana pinjaman atau sumber eksternal; (3) *Non-debt tax shield* bukan salah satu faktor yang membuat perusahaan untuk cenderung mengharapkan arus kas karena adanya pengurangan atas bunga pinjaman atau sumber eksternal; (4) Tingkat likuiditas suatu perusahaan tinggi maka manajemen perusahaan akan lebih memilih menggunakan dana internal perusahaan yang dihasilkan dari laba operasional ketimbang mengajukan pinjaman; (5) Tingkat risiko bisnis perusahaan yang tinggi belum tentu memiliki hutang yang rendah, biasanya perusahaan yang tingkat risiko bisnisnya tinggi justru lebih memilih menggunakan sumber dana eksternal dikarenakan ketidakcukupan sumber dana dari internal perusahaan untuk memenuhi kebutuhan operasional perusahaan; (6) Perputaran aset perusahaan yang tinggi masih lebih memilih untuk menggunakan sumber dana internalnya, dikarenakan

perusahaan masih optimis bahwa laba operasi yang dihasilkan masih cukup untuk tetap membiayai operasional maupun investasi.

DAFTAR PUSTAKA

- Andika, A. P., & Fitria, A. (2016). Pengaruh struktur aktiva, ukuran perusahaan, profitabilitas dan risiko bisnis terhadap struktur modal. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*, 5(9), 1–19. <http://jurnalmahasiswa.stiesia.ac.id/index.php/jira/article/view/2252/2256>
- Anita, D., & Sembiring, G. A. (2016). Analisis pengaruh profitabilitas, pertumbuhan aset, risiko bisnis, tingkat likuiditas dan ukuran perusahaan terhadap struktur modal perusahaan jasa (Sektor hotel, restoran dan pariwisata) yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2010-2014. *Procuratio: Jurnal Ilmiah Manajemen*, 4(4), 415–433. <https://www.ejournal.pelitaindonesia.ac.id/ojs32/index.php/PROCURATIO/article/view/368/311>
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2007). *Manajemen keuangan* (H. Wibowo & D. Suharto (trans.); 8th ed., Vol. 2). Erlangga.
- Gitman, L. J., & Zutter, C. J. (2012). *Principles of managerial finance* (13th ed.). Pearson Education.
- Ismaida, P., & Saputra, M. (2016). Pengaruh pertumbuhan penjualan, profitabilitas, ukuran, dan aktivitas perusahaan terhadap struktur modal pada perusahaan property dan real estate yang terdaftar di BEI periode 2012-2014. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Ekonomi Akuntansi (JIMEKA)*, 1(1), 221–229. <http://www.jim.unsyiah.ac.id/EKA/article/view/769>
- Khémiri, W., & Noubigh, H. (2018). Determinants of capital structure: Evidence from sub-Saharan African firms. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 70, 150–159. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2018.04.010>
- Marlina, S., & Wulansari, K. Y. (2021). Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan pada perusahaan manufaktur go public di Bursa Efek Jakarta tahun 2017-2019. *Citra Ekonomi*, 2(1), 20–33. <https://jurnal-citra-ekonomi.com/index.php/jurnalci/article/view/75/56>
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Prasetyo, A. E., & Januarti, I. (2015). Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2014. *Diponegoro Journal of Accounting*, 4(4), 1–8. <https://ejournal3.undip.ac.id/index.php/accounting/article/view/9553/9276>
- Primantara, A. . N. A. D. Y., & Dewi, M. R. (2016). Pengaruh likuiditas, profitabilitas, risiko bisnis, ukuran perusahaan, dan pajak terhadap struktur modal. *E-Jurnal Manajemen Unud*, 5(5), 2696–2726. <https://ojs.unud.ac.id/index.php/Manajemen/article/view/20553/13585>
- Rahmadiani, M., & Yulianti. (2020). Pengaruh profitabilitas, risiko bisnis, kepemilikan manajerial, dan pajak terhadap struktur modal (Studi empiris pada perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2015-2017). *Jurnal Ilmiah Akuntansi Kesatuan*, 8(1), 27–36. <https://doi.org/10.37641/jiakes.v8i1.288>
- Saif-Alyousfi, A. Y. H., Md-Rus, R., Nisham, K., Taufil-Mohd, Taib, H. M., & Shahr, H. K. (2020). Determinants of capital structure: Evidence from Malaysian firms. *Asia-Pacific Journal of Business Administration*, 12(3/4), 283–326. <https://doi.org/10.1108/APJBA-09-2019-0202>
- Syabana, N. P., & Gustyana, T. T. (2021). Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan batubara periode 2010-2019. *Jurnal Mirai Manajemen*, 6(1), 28–38. <https://www.journal.stieamkop.ac.id/index.php/mirai/article/download/771/515>